



CONSOLIDATION BANCAIRE PANEUROPÉENNE : UN POINT D'ÉTAPE

RÉMY CONTAMIN *
VALÉRIE PREMILLEUX **
ASMA BEN SALEM ***

La poursuite du démantèlement des barrières réglementaires et le boom des F & A des années 1997-2001 suggéraient une accélération proche de la consolidation paneuropéenne entre réseaux de détail. Trois ans plus tard, il faut bien reconnaître que ce mouvement ne s'est pas encore produit, les opérations de F & A entre pays matures prenant un caractère régional ou concernant des cibles de petite taille, sans générer de réaction en chaîne. Avant l'OPA de Santander sur Abbey en juillet 2004, qui constitue la première véritable opération paneuropéenne d'envergure dans la banque de détail si l'on exclut les rapprochements entre groupes issus de pays très proches culturellement (Benelux ou Scandinavie), les opérations transfrontalières d'établissements européens les plus significatives concernaient ainsi surtout les États-Unis.

Outre-Atlantique, la restructuration s'est, au contraire, de nouveau accélérée, sur une base certes essentiellement nationale, mais avec un nombre croissant d'acquisitions de taille moyenne et la reprise des « méga-deals ». JP Morgan Chase et Bank of America ont ainsi respectivement acquis les 6^{ème} et 9^{ème} établissements de crédit Bank One et FleetBoston Financial.

Cette frilosité apparente des banques européennes s'explique par la dégradation du contexte macroéconomique et financier jusqu'au début

* Responsable de l'analyse bancaire à la Direction des études économiques de Crédit Agricole SA.

** Analyste bancaire à la Direction des études économiques de Crédit Agricole SA.

*** Doctorante à l'Université Lumière (Lyon II) et stagiaire au Crédit Agricole au moment de la rédaction de cet article.



de l'année 2003, la corrélation entre le cycle financier et celui des fusions et acquisitions étant notamment extrêmement forte. Ainsi, on a plutôt assisté à un mouvement de recentrage sur les activités de détail et de repli domestique, renforçant le modèle de banques universelles de proximité assises sur des territoires nationaux, sans pour autant que les pures banques d'investissement ne soient trop affaiblies, ni que les métiers exportables ne ralentissent leur internationalisation sur une base autonome.

Aujourd'hui, toutefois, même si l'économie mondiale reste menacée par de substantiels déséquilibres financiers, la croissance est revenue et les Bourses se sont redressées. La consolidation bancaire domestique étant assez avancée dans la plupart des pays européens et certains établissements disposant de fonds propres excédentaires importants, il faut s'interroger sur la réticence du marché aux opérations transfrontalières. Est-elle transitoire, en partie liée à la crainte de réitérer les excès du passé et à un effet de mode, ou repose-t-elle, au contraire, sur des bases objectives et stables malgré la pression, réelle ou supposée, des banques anglo-saxonnes de plus de 100 Md\$ de capitalisation boursière et le mouvement de Santander ?

Une première partie rappelle l'ampleur et les formes prises par le mouvement d'internationalisation des banques européennes ces dernières années. La seconde partie discute des répercussions possibles de la reprise de la consolidation bancaire américaine et de l'OPA de Santander sur Abbey. Enfin, alors que les analystes financiers mettent généralement l'accent sur la difficulté plus grande de réaliser des synergies à l'international au regard de l'ampleur des primes d'acquisition, la troisième partie rappelle qu'il existe d'autres vecteurs de création de valeur à l'international, certes plus difficiles à valoriser, mais pas négligeables pour autant.

UNE PREMIÈRE ÉTAPE BIEN AVANCÉE

Le rythme de la poursuite de la consolidation bancaire européenne, sous la forme d'une deuxième étape qui serait celle de fusions et acquisitions transfrontalières entre des établissements à forte base de détail domestique, pose toujours question. Mais il faut reconnaître que la première étape de cette consolidation est déjà bien avancée. Elle a été caractérisée par des mouvements assez logiques, quoique multiformes, et qui se poursuivent encore actuellement pour la plupart d'entre eux.

Les établissements spécialisés sur les métiers par définition très internationaux de la banque de financement et d'investissement, de la gestion d'actifs pour le compte d'institutionnels et de la banque privée, ont renforcé leurs positions. Le modèle des *bulge bracket* n'a finalement



pas tant souffert que cela du dégonflement de la bulle boursière, grâce à des effets de taille acquis préalablement et à la grande flexibilité qui est l'une des exigences de leurs métiers. En revanche, d'autres acteurs plus universels qui s'étaient engagés initialement dans cette voie ont réalloué ensuite leurs fonds propres vers les activités moins volatiles.

Le développement international *sui generis* des métiers les plus exportables, services financiers spécialisés et gestion d'actifs en particulier, s'est poursuivi suivant leur logique propre. Pour prendre l'exemple du crédit à la consommation, ses voies d'internationalisation sont multiples, seul ou avec des partenaires locaux, par l'acquisition de structures dédiées ou en collaboration avec des banques universelles dotées de réseaux de distribution.

Les acquisitions dans les pays émergents et en transition ont continué, suivant la logique d'avantages comparatifs importants, d'une part, de potentiels élevés de progression des revenus d'autre part. De la même manière qu'entre économies matures, les zones d'expansion se sont révélées fonction de la proximité géographique et des affinités culturelles. Le rythme de ces acquisitions s'est néanmoins ralenti, en raison d'une conjoncture globalement moins favorable et de la crise argentine, mais aussi parce que le nombre de cibles s'est considérablement réduit en Amérique latine et dans les PECO. Du fait du déplacement de la croissance vers l'Asie, on pourrait s'attendre à ce qu'une partie croissante des investissements bancaires à l'étranger se dirige à l'avenir vers cette zone, de manière similaire aux investissements industriels. Plus significatives, les différences culturelles et l'éloignement géographique constituent toutefois des contraintes de taille en banque de détail.

Enfin, la formation d'oligopoles nationaux dans la banque de détail s'est poursuivie, ce qui a eu pour effet de réduire également considérablement le nombre de cibles domestiques dans les pays où les systèmes bancaires sont les plus concentrés ou dont les autorités de la concurrence sont les plus attentives. Ce renforcement des positions nationales rappelle que l'intégration financière dans la banque de détail est faible, comme en témoignent des marchés de référence souvent nationaux, voire régionaux, mais rarement européens, ainsi que l'échec quasi systématique des tentatives de pénétration de marchés étrangers par le canal de la banque directe. À cela deux raisons à ne pas oublier, au-delà des contraintes culturelles et de la difficulté plus grande de réalisation des synergies à l'international. D'une part, la banque de détail reste un métier de proximité dont le succès repose sur une relation de confiance avec le client, d'où l'attachement de ce dernier aux marques. Les recherches théoriques relatives aux barrières à l'efficacité d'une consolidation transfrontalière ont ainsi trouvé que les institutions locales

profitent d'un avantage comparatif par rapport aux établissements étrangers, une manière de contourner cette difficulté étant toutefois d'acquérir un réseau étranger en conservant sa marque. D'autre part, les fonctions économiques spécifiques des banques incitent souvent à défendre des intérêts nationaux, ce secteur ayant également un poids non négligeable en termes d'emploi.

Les opérations de fusions et acquisitions dans la banque de détail entre pays matures avaient ainsi jusqu'à maintenant pris un caractère régional (Nordea, Benelux) ou concerné des cibles de petite taille (HSBC-CCF, Barclays-Zaragozano) sans générer de réaction en chaîne. Plus significatif, avant l'OPA de Santander sur Abbey, les opérations transfrontalières d'établissements européens les plus significatives concernaient surtout les États-Unis, généralement à partir des franchises existantes (HSBC-Republic of New York, ABN Amro, extension de la franchise de Royal Bank of Scotland grâce à Citizens, puis rachat récent de Charter One pour 10,5 Md\$, développement dans une moindre mesure de BNP Paribas à partir de BancWest).

Tableau n° 1
Santander/Abbey, la plus importante fusion paneuropéenne dans la banque de détail depuis 1997

Banque cible	Acquéreur	Montant (M\$)	Pays cible	Pays acquéreur
Abbey National	Santander	15 223	Royaume-Uni	Espagne
CCF	HSBC	11 485	France	Royaume-Uni
Bank Austria	HVB	7 314	Autriche	Allemagne
Nordea Norge	Nordea Bank AB	3 431	Norvège	Suède
Zaragozano	Barclays	1 291	Espagne	Royaume-Uni

Source : Bloomberg

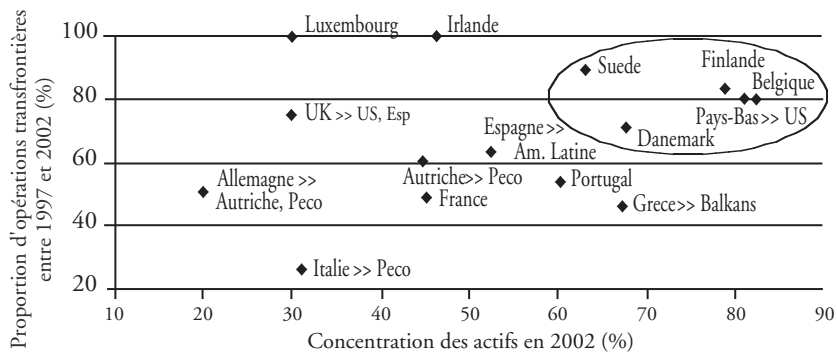
La consolidation bancaire européenne paraît finalement loin d'être achevée. Elle ne semble d'ailleurs pas constituer un but prioritaire par rapport à d'autres opportunités géographiques, y compris dans les pays matures, pour certains des établissements de crédit de l'ex-UE 15. Alors que les 5 premières banques américaines représentaient près de 45 % des actifs totaux fin 2003, les 5 premières de la zone euro n'en détenaient que 18 %. Et aucune banque ne peut se prévaloir de positions significatives dans les principaux pays européens sur plusieurs segments de métier, alors que les plus grandes banques commerciales américaines ont commencé à acquérir de telles franchises depuis que les restrictions aux diversifications géographiques et d'activités ont été levées outre-Atlantique, respectivement en 1994 et en 1999.

La seule certitude que l'on puisse avoir est qu'une concentration



domestique accrue incite à rechercher des relais de croissance à l'étranger, comme en témoigne le graphique suivant.

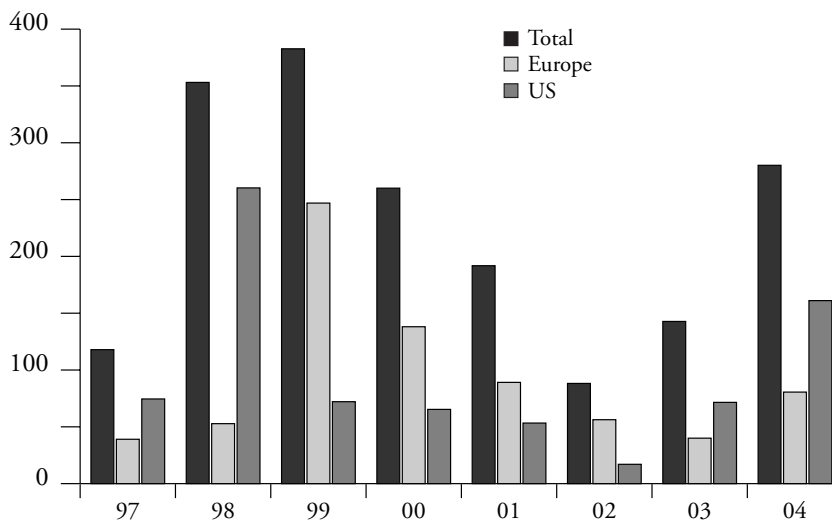
Graphique n° 1
Concentration domestique et internationalisation



Source : Thomson Financial SDC Platinum Database, BCE.

De manière plus conjoncturelle, l'instabilité financière des années 2001-2003 a évidemment eu pour effet de ralentir le processus de consolidation bancaire européen.

Graphique n° 2
Montant des F&A bancaires
(en Md\$)



Nota : cible bancaire, zone géo. de la cible, 10 premiers mois de 2004 annualisés.
Source : Bloomberg.

Les banques ont, dans l'ensemble, plutôt cherché à intégrer les acquisitions réalisées pendant l'euphorie des années 1998-2000, à assainir leurs bilans, à consolider leurs ratios prudentiels et à restaurer une rentabilité élevée plutôt qu'à se lancer dans des stratégies de croissance organique ou externe. La multiplication d'opérations de cessions d'activités de tailles plus ou moins importantes a pris le pas sur les opérations stratégiques majeures, quelques banques en ayant profité pour renforcer leur dispositif métier ou géographique. Mais même si les déséquilibres globaux de balance des paiements, essentiellement entre les États-Unis et l'Asie, appellent à la prudence, cette période de digestion d'acquisitions passées parfois payées au prix fort est derrière nous.

Cela conduit au paradoxe d'une certaine frilosité des investissements au regard de l'accumulation de cash et de l'accroissement des capitalisations boursières des banques européennes ces dernières années. Le marché semble notamment préférer la restitution à l'actionnaire d'excès de fonds propres, plutôt que la réalisation d'opérations de croissance organique ou externe jugées porteuses de risques. Simple mode passagère ou réalité, suggérant à certains que cette consolidation paneuropéenne dans la banque de détail ne se fera finalement pas ?

Les vecteurs ou contraintes tant internes qu'externes de la consolidation bancaire transfrontalière sont nombreux et bien identifiés par la littérature, la difficulté étant plutôt de les hiérarchiser et de quantifier leur impact en termes financier et stratégique. En plus de la diminution des relais de croissance domestiques en Europe face à cet excès de fonds propres, de la poursuite du mouvement de déréglementation financière et des avancées en matière de convergence culturelle (généralisation de l'anglais), l'accélération de la consolidation bancaire outre-Atlantique puis l'OPA de Santander sur Abbey sont deux événements supplémentaires à intégrer à l'analyse, qui pourraient bien jouer le rôle de catalyseurs.

INTENSIFICATION DE LA PRESSION EXTERNE

Pression anglo-saxonne pour une consolidation paneuropéenne sur un mode défensif

Annoncés coup sur coup, les rapprochements entre Bank of America et FleetBoston Financial, d'une part, J.P. Morgan Chase et Bank One, d'autre part, débouchent sur l'émergence d'acteurs dont les capitalisations boursières excèdent largement 100 Md€, rejoignant un club très fermé où ne figuraient jusqu'à présent que Citigroup (185 Md€ au 5 novembre 2004) et HSBC (147 Md€)¹.



Les acquisitions étant réalisées en titres ou en cash, on peut évaluer grossièrement cette pression américaine en comparant les capitalisations boursières, les résultats ou les valorisations des principaux établissements.

Quand les capitalisations boursières des quatre plus grands établissements de crédit anglo-saxons dépassent cette barre psychologique des 100 milliards, les principaux leaders de la zone euro se situent aux environs des 40-45 Md€².

Du fait de la rentabilité structurellement élevée des banques anglo-saxonnes, le contraste est cependant plus saisissant encore lorsqu'on compare les bénéficiaires et leur évolution. En 2003, quand les 5 plus grandes banques commerciales américaines dégageaient 52 Md\$ de résultat net (41,5 Md€) et les banques anglaises 15,7 Md£ (22,3 Md€), les 5 plus grandes banques de la zone euro n'en réalisaient que 16 Md€³. Et cet écart s'est fortement accru depuis 1999 par le jeu des changements de périmètre. L'exemple de Citigroup est encore plus illustratif, la capitalisation boursière des principaux leaders de la zone euro ne représentant que 2 ou 3 années de ses résultats (17,8 Md\$ en 2003 !).

Les acquisitions étant réalisées par échanges de titres, ces groupes disposent d'une capacité d'acquisition finalement impressionnante, dans la mesure où l'éventuelle dilution des résultats liée à des acquisitions à prix élevés reste marginale au regard des paramètres financiers. D'autant que leurs actions sont plutôt mieux valorisées en termes de rapport *price/book* ou de PER que celles de la plupart de leurs cibles potentielles, ce qui limite ladite dilution.

Outre l'intérêt stratégique immédiat, réel ou supposé, de ces fusions américaines pour les acteurs concernés (complémentarités géographiques entre Bank of America et FleetBoston, réduction du profil très « banque de financement et d'investissement » de J.P. Morgan Chase, synergies de coûts dans les deux cas), se pose ainsi la question de la menace que peut représenter, pour les banques européennes dont la taille relative se trouve singulièrement réduite, l'émergence de groupes dotés d'une telle puissance financière.

On notera bien que différentes raisons relativisent en partie cette menace. Ces opérations américaines constituent tout d'abord des replis sur le *retail* domestique comparables aux recentrages récents des banques européennes. La consolidation bancaire américaine a ensuite encore de beaux jours devant elle. La dépréciation du dollar face à l'euro ces dernières années encourage d'ailleurs plutôt les acquisitions européennes outre-Atlantique, à variations équivalentes des capitalisations boursières, que l'inverse (cf. les dernières acquisitions d'HSBC, RBOS, BNP Paribas...). Enfin, il convient également de se méfier d'une



croissance trop rapide, comme le rappelle par exemple le positionnement des banques japonaises dans les classements à la fin des années 1980. Les banques commerciales américaines sont peut-être plus vulnérables qu'ailleurs à une remontée des taux d'intérêt, une baisse des prix de l'immobilier résidentiel et une dégradation de la solvabilité de consommateurs fortement endettés, même si elles apparaissent bien capitalisées et ont fait preuve récemment d'une plus grande réactivité aux chocs que par le passé.

Mais une concentration domestique accrue amènera probablement inévitablement les banques américaines à viser d'autres opportunités en dehors de leur marché. Les trois plus grands établissements approchent en effet outre-Atlantique les limites de parts de marché autorisées en vertu des règles de contrôle de la concurrence. Avec 9,8 % des dépôts, Bank of America touche même la barre des 10 % fixée par le régulateur dans le Riegle-Neal Act de 1994.

Le doublement des établissements appartenant au club restreint des 100 Md\$ de capitalisation boursière ne peut ainsi laisser indifférent. Ce sont d'ailleurs les informations concernant les discussions entre Citigroup et la Deutsche Bank en 2004 qui ont servi de catalyseur, la banque allemande étant pourtant très spécialisée en banque de financement et d'investissement. Ces informations ont créé les conditions pour qu'une pression s'exerce sur les groupes européens, les conduisant à envisager de franchir une nouvelle étape en matière de consolidation, sur un mode éventuellement défensif. Dès lors que les concentrations domestiques sont achevées dans la plupart des pays (à l'exception de l'Italie et de l'Allemagne) ou en passe de l'être, cette nouvelle étape ne peut provenir que d'opérations transfrontalières.

L'enjeu n'est plus de consolider de petits ou moyens acteurs, mais de créer des groupes viables « pesant » au moins 100 Md€ de capitalisation boursière. Ces groupes devront avoir les moyens de jouer, s'ils le souhaitent, un rôle de « contre-pouvoir » face aux éventuelles acquisitions que les acteurs américains globaux pourraient souhaiter conduire en Europe. Ils pourront également mener, le cas échéant, une politique de développement à la hauteur des enjeux identifiés sur les grands marchés émergents (surface financière suffisante pour pouvoir prendre le risque d'acquérir une part de marché significative dans l'un ou l'autre des grands pays émergents). On peut imaginer le rachat d'un groupe dont les activités de détail domestiques ne sont pas encore restructurées par un acteur ayant déjà une expérience de rationalisation d'activités de détail ou une fusion entre groupes dont les activités domestiques de banque de proximité représentent une faible proportion des revenus et des coûts : un tel rapprochement peut disposer d'un potentiel de synergies suffisant sur les seuls autres métiers (banque de financement et



d'investissement, gestion d'actifs, financements spécialisés), permettant de rentabiliser le *goodwill* payé.

Santander/Abbey : la première banque de détail véritablement paneuropéenne ?

La proximité entre l'OPA de Santander sur Abbey et les deux opérations bancaires géantes aux États-Unis n'a évidemment échappé à personne, même si bien d'autres facteurs relativisent l'argument d'une causalité directe entre ces deux événements. On attendait en tout cas des initiateurs américains et c'est une banque espagnole qui est sortie du bois. L'Allemagne et l'Italie faisaient l'objet de spéculations fortes, mais c'est le Royaume-Uni qui a eu les faveurs de Santander, qui rompt aujourd'hui avec une culture d'alliances prudentes, passant ainsi à la vitesse supérieure en matière de croissance externe européenne.

Du point de vue de l'analyse financière, la justification de l'offre est assez classique, mettant en balance la prime d'acquisition payée par Santander avec des estimations de synergies, l'Espagnole misant toutefois également sur le redressement autonome d'un établissement en convalescence.

L'offre, amicale et concertée, valorise Abbey à 13,4 Md€, ce qui correspond :

- à une prime de 28,6 % par rapport à la valeur boursière antérieure d'Abbey ;
- à environ 1,6 fois les fonds propres d'Abbey, sur la base de son bilan au 30 juin 2004, soit une survaleur d'environ 5 Md€.

Les actionnaires d'Abbey recevront une action Santander plus un dividende de 31 pence pour chaque action Abbey, Santander pouvant par ailleurs procéder au rachat de 4 % de ses propres actions pendant la période de l'offre afin, notamment, d'en gérer le cours.

L'opération n'est clairement pas une fusion « entre égaux » puisque Santander s'affiche comme le seul maître à bord du futur ensemble. La motivation de l'anglaise est un adossement à un groupe majeur, indispensable compte tenu de sa situation difficile. Pour l'Espagnole, les raisons avancées sont plus nombreuses : diversification géographique et « devises », et donc rééquilibrage (et renforcement) des sources de revenus, diminution relative de son exposition en Amérique Latine (et de la volatilité liée à ces marchés), gestion de son excédent de fonds propres, volonté d'acheter un acteur significatif détenteur d'une franchise locale importante.

Sixième banque britannique par le bilan et historiquement spécialisée sur le crédit habitat, Abbey avait entamé une diversification hasardeuse en *corporate banking* et en assurance-vie dans les années 1990, ce qui l'a menée à deux exercices lourdement déficitaires en 2002 et 2003



(1161 et 699 M£ respectivement). Affaiblie, la banque a fait l'objet de plusieurs offres de reprise depuis 2000. La première, venant de Lloyds TSB, s'était vue opposer un refus de la commission de la concurrence britannique, avant que les deux suivantes, de National Australia Bank puis de Bank of Ireland, ne soient rejetées par Abbey. Le groupe sort aujourd'hui d'un plan triennal de restructuration et a procédé à un assainissement drastique de ses actifs, s'étant désengagé des *junk bonds* et recentré sur la banque de proximité. Au moment de l'offre de Santander, les résultats semestriels 2004 témoignaient ainsi d'un retour au vert opportun, avec un résultat net de 213 M£ pour le groupe et de 469 M£ avant impôts pour son seul pôle *Personal Financial Services*, qui représente la structure cible après restructuration.

En pratique, il est ainsi probable qu'une part importante des économies mises en avant pour justifier l'opération ne soit pas directement liée au rapprochement entre les deux groupes, mais procède plutôt du redressement autonome d'Abbey. Cette remarque ne remet toutefois pas en cause la logique industrielle de l'opération. Celle-ci n'est, en effet, pas de dégager des synergies importantes en contrepartie d'une survalueur élevée, mais bien, plutôt, d'acquiescer dans des conditions financières jugées raisonnables (*goodwill* peu élevé) un groupe convalescent en espérant bénéficier ensuite de son redressement, tout en réalisant un minimum d'économies sur le nouvel ensemble.

En discussion avec le management d'Abbey depuis le mois de mars, Santander a donc saisi le bon moment pour annoncer son OPA et ses arguments sont nombreux. La banque espagnole, qui entend diversifier ses sources de revenus, explique son choix par des facteurs économiques, juridiques et bancaires. L'économie britannique est stable et offre de bonnes perspectives de croissance. Le droit du travail y est très souple et les autorités anglaises ne s'opposent pas au contrôle de grandes entreprises nationales par des capitaux étrangers. Cette flexibilité, combinée à une croissance de l'économie britannique supérieure à celle de la zone euro, mais aussi à des positions oligopolistiques sur certains segments d'activité, se retrouve dans la rentabilité élevée du système bancaire. Un *benchmark* qui attesterait de la perfectibilité d'Abbey, moins rentable que ses pairs, et donc du potentiel d'amélioration de ses résultats.

En faveur du rapprochement, on notera également, en plus de l'expérience de Santander en Espagne et en Amérique Latine, la grande similitude culturelle et de gestion entre les banques espagnoles et les banques britanniques, ce qui devrait constituer un avantage certain pour réduire les risques d'exécution.

L'opération de Santander n'est évidemment pas, non plus, dénuée de risques, comme en ont témoigné les doutes du marché après l'annonce de l'OPA. L'Espagnole achète Abbey en haut de cycle, ce qui rappelle



certaines erreurs commises en Amérique Latine. On peut ainsi s'interroger sur la stratégie de repositionnement de l'ancienne *building society* sur un consommateur britannique et un marché de l'habitat tous deux surchauffés, au moment où la Banque d'Angleterre remonte son taux directeur en ciblant assez explicitement le prix de l'immobilier résidentiel. C'est donc le calendrier de l'opération qui semble remis en question par certains observateurs, ainsi que la crédibilité des montants de synergies annoncés. Ces montants peuvent, en effet, paraître surestimés du fait du caractère international de l'opération (aucun recouvrement des réseaux) et parce que 3 ans de restructuration n'ont pas mené à une amélioration pérenne de sa situation. L'assemblée des actionnaires d'Abbey vient, cependant, d'avaliser l'offre en octobre, levant ainsi les doutes émis par les analystes qui pensaient à tort que du papier espagnol, libellé en euros et non coté à Londres, ne serait pas recevable par les actionnaires. Pour s'assurer de leur adhésion au projet, la nouvelle action Santander cotera à Londres.

Au total, le succès futur de cette opération reste finalement très difficile à évaluer. Quant à son effet sur la consolidation bancaire européenne, ce rapprochement semble de toute évidence une expérience isolée et la Place financière ne s'attendait guère à un effet boule de neige. D'ailleurs, l'annonce n'a pas été suivie de mouvements significatifs sur le cours des actions de groupes considérés comme des proies potentielles.

En revanche, l'opération devrait donner naissance à la 1^{ère} capitalisation bancaire de la zone euro (avant BNP Paribas et ING), avec un peu plus de 50 Md€, à la 4^{ème} en Europe (derrière HSBC, Royal Bank of Scotland et UBS) et à la 10^{ème} banque mondiale par les actifs. Elle participera également à créer le premier acteur disposant de positions importantes dans plusieurs pays, mais à l'échelle de métiers spécifiques. Il semble donc plus opportun en l'état actuel de parler de consolidation « métiers » pour Santander, qui deviendrait un acteur majeur du crédit immobilier et du crédit à la consommation dans au moins deux pays d'Europe.

L'opération s'analyse plus comme une prise de risque sur la poursuite du redressement d'un établissement convalescent et relativement spécialisé que comme une fusion transfrontalière entre banques universelles de taille similaire. On est encore loin d'une banque de détail européenne, présente avec des parts de marché significatives sur plusieurs métiers dans les plus grands pays du continent et semblable à Bank of America aux États-Unis.

L'enjeu pour Santander est de rentabiliser un *goodwill* représentant 60 % des fonds propres de la cible avec la poursuite du redressement autonome de sa rentabilité et l'apport de synergies résiduelles en matière de systèmes d'information. Un enjeu ambitieux, certes, d'autant plus que le contrôle du management ne sera pas aussi « naturel » que dans le



cas des autres acquisitions réalisées par l'Espagnole. Mais aussi un enjeu plus réaliste que celui de rentabiliser un *goodwill* représentant environ 1,5 fois les fonds propres d'une banque universelle en bonne santé par les seules synergies de fusion, cet enjeu étant celui auquel sera vraisemblablement confronté le premier groupe se lançant dans une véritable fusion paneuropéenne.

Cette interprétation de l'acquisition d'Abbey par Santander converge ainsi avec les analyses identifiant d'autres vecteurs de création de valeur que les synergies de coûts et de revenus, plus difficiles à valoriser que ces deux types d'économies. On rejoint ainsi l'argument de Boot (2003), qui explique la consolidation bancaire européenne par l'expansion de la taille et de la gamme d'activités d'établissements visant un positionnement stratégique en réaction aux aléas de leurs marchés. Bien évaluer le moment opportun de s'engager dans ce type de transaction devient crucial.

VECTEURS DE CRÉATION DE VALEUR À L'INTERNATIONAL : AU-DELÀ DES SYNERGIES

Dans un contexte international où persistent de nombreuses contraintes réglementaires, où les coûts d'information restent élevés et alors que l'environnement conjoncturel devenait moins favorable entre 2001 et 2003, les analystes des fusions et acquisitions bancaires transfrontalières ont surtout mis l'accent sur la faiblesse des synergies de coûts de ces opérations au regard de primes de contrôle pouvant atteindre 30 à 40 % et donc de *goodwills* à amortir d'autant plus élevés. Alors que l'essentiel des synergies est fait sur les coûts dans les fusions domestiques, ces économies apparaissent en effet bien plus difficiles à réaliser à l'international, en raison du non recouvrement des réseaux d'agence et de la difficulté accrue d'intégration de l'ensemble des fonctions qui le sont théoriquement (sièges sociaux, usines, produits, systèmes d'information, *back offices*..).

Il existe pourtant bien d'autres leviers de création de valeur que les synergies, comme la diversification, le transfert de compétences et le rebond attendu d'un établissement fragilisé, d'un système bancaire ou même de la conjoncture d'un pays.

En d'autres termes, la valeur supplémentaire ne provient pas exclusivement de rapprochements « physiques » entre l'acheteur et sa cible, nécessaires pour réaliser les synergies de coûts, mais de complémentarités (diversification, accès à des marchés peu concentrés) et d'une force de projection de ressources humaines permettant de pénétrer de nouveaux marchés et de rendre des organisations cibles plus efficaces. Pouvant contribuer à compenser le surcoût lié aux primes de contrôle, ces leviers assez classiques ne sont pas négligeables, même s'ils s'avèrent moins immédiats et plus difficiles à valoriser que les synergies.



On peut distinguer les bénéfices classiques liés à la diversification, dont l'analyse est similaire à celle des synergies, de ceux découlant de stratégies plus opportunistes (et nécessitant une approche davantage probabiliste). Boot (2003) a notamment mis l'accent sur les avantages stratégiques d'un pouvoir de marché accru, liés au développement de la taille d'une institution financière et de sa gamme d'activités. On peut également penser à des spécialistes dotés de très bonnes positions domestiques. De telles institutions sont alors capables d'investir dans des options stratégiques à la rentabilité initiale incertaine⁴ mais au couple rendement/risque élevé.

Les bénéfices de la diversification

Diversifier son positionnement géographique ou des activités permet généralement de réduire le coût du risque, de diminuer les primes d'assurance des dépôts et ainsi d'économiser des fonds propres. Les gains de la diversification bancaire en Europe seraient d'ailleurs supérieurs à ceux anticipés aux États-Unis, étant donné que les corrélations des bénéfices bancaires entre les pays européens sont plus faibles qu'outre-Atlantique⁵. Toutefois, les difficultés de contrôle à distance et de gestion du réseau complexe d'une grande organisation sont également à prendre en considération. Les effets de cette diversification semblent enfin s'amoindrir dans les fortes périodes d'instabilité des marchés financiers, qui élèvent la corrélation entre le risque de crédit et le risque de marché ou propagent les chocs entre régions, comme lors de la crise asiatique. La franchise globale d'établissements comme Citigroup ou HSBC permet toutefois d'absorber des chocs aussi importants que le défaut argentin ou les faillites d'Enron et de Worldcom, sans que cela ait trop d'impact sur leurs résultats.

En pratique, ces synergies sont estimées par Mercer Oliver Wyman (2004) entre 20 % à 30 % de la base totale en capital (soit 10 à 15 % d'accroissement de valeur pour l'actionnaire en supposant un multiple de 2). Pour prendre l'exemple du rachat de Household International par HSBC fin 2002, l'essentiel des synergies était escompté du moindre coût des ressources du spécialiste du crédit à la consommation américain grâce au bénéfice de la signature de la banque britannique, le reste tenant aux synergies de coûts et de revenus anticipés de l'exportation du modèle Household.

Transfert des meilleures pratiques

L'identification et le transfert des « meilleures pratiques » sont à la base d'une amélioration de l'utilisation des facteurs de production et de l'efficacité globale. Dans un monde intégré, les établissements les moins efficaces ont ainsi le choix entre améliorer leurs savoir-faire et



pratiques ou perdre des parts de marché, voire se faire racheter et restructurer par des établissements plus performants. Les voies d'amélioration possibles des performances d'une cible concernent toutes les composantes de l'organisation, fonctions centrales, unités de production et réseaux de distribution, et toutes les fonctions de chacune de ces composantes (ressources humaines, marketing, risques...).

La difficulté tient évidemment aux asymétries d'information *ex ante*, aux forces de projection disponibles pour identifier les inefficiences et enfin aux rigidités internes et autres risques d'exécution une fois l'acquisition réalisée (au-delà de difficultés culturelles ou linguistiques). Le levier semble ainsi d'autant plus grand que les avantages comparatifs le sont (donc potentiellement davantage entre pays développés et en développement qu'entre pays développés). C'est pourquoi, les analystes se sont montrés sceptiques face aux synergies annoncées par Santander lors de son OPA sur Abbey, l'argument le plus convaincant, déjà souligné, étant celui du redressement autonome de l'anglaise.

*Jouer le rebond, la croissance potentielle
ou la consolidation future d'un nouveau marché*

L'argument d'une acquisition opportuniste anticipant une normalisation ou le rebond d'un établissement mal valorisé peut être étendu au redressement d'un système bancaire ou d'une économie, voire des trois simultanément.

Un exemple typique aurait été un pari contraire sur une banque allemande, dont les capitalisations boursières ont parfois triplé depuis mars 2003. Le fait qu'aucun risque de ce type n'ait été pris entre 2001 et 2003, alors pourtant que la différenciation des résultats et des valorisations boursières était importante, s'explique par la crainte de mauvaises surprises, mais aussi par le souvenir des échecs passés et la grande réticence des analystes financiers à cautionner ce type d'opération. On rejoint ainsi l'idée selon laquelle le différentiel de taille entre les deux parties prenantes d'une fusion doit être suffisamment élevé pour diluer le risque en cas de prise de contrôle.

Le deuxième cas de figure est celui d'une institution parmi les premières à entrer sur un nouveau marché. Ses investissements lui procurent une position privilégiée, au prix d'un risque, là encore, important, ce qui exclut certains établissements. Un exemple récent est la prise de participation de 20 % d'HSBC dans la Bank of Communications, en Chine, pour près de 2 Md\$. Une bonne connaissance de ses propres atouts et faiblesses permet d'être plus agressif et de gagner des parts de marché, mais aussi de quitter un marché plus rapidement en cas de risques inattendus ou d'erreur d'appréciation initiale.

Enfin, un troisième cas de figure concerne la possibilité de contribuer



à la consolidation bancaire future dans le pays de la cible suite à une acquisition transfrontalière. Une première acquisition réussie en termes de transfert de compétences, de systèmes d'information et de synergies de coûts, favorisera les opérations suivantes. Au-delà de la valeur stratégique de cette option, son évaluation financière est cependant difficile, puisqu'elle doit intégrer la probabilité qu'il y ait des cibles futures sur ce nouveau marché, la chance de succès en cas de nouvelles offres et, pour chacune des acquisitions réalisées, l'écart entre la prime de contrôle et les synergies faites avec le dispositif existant. Les interdépendances stratégiques entre acteurs sur ce marché doivent notamment être prises en compte.

Les expériences de Royal Bank of Scotland et de BNP Paribas (ainsi que d'ABN Amro) aux États-Unis confortent ce modèle, les deux établissements ayant progressivement étendu leur franchise à partir de positions initiales modestes (Citizens et BancWest). Ce n'est que récemment que les deux banques ont pu tirer les bénéfices, au moins sous la forme d'un accroissement de leurs parts de marché, d'implantations datant de 1988 pour Royal Bank of Scotland et de 1980 pour BNP Paribas. Les dividendes de l'accès à un marché étranger sous forme de participation à la consolidation future peuvent ainsi être très longs à engranger, donc encore une fois difficiles à valoriser, même si la déréglementation, la globalisation et l'accroissement de la taille et des fonds propres excédentaires des principales banques mondiales suggèrent une consolidation plus rapide que dans les années 1980 et 1990, y compris dans un pays comme l'Allemagne.

En conclusion, cet article ne donne évidemment aucune solution pour mieux prédire le *timing* et le rythme de la consolidation bancaire européenne. La pression des géants bancaires anglo-saxons et l'OPA de Santander sur Abbey relancent en tout cas une réflexion interrompue par trois années plutôt consacrées à l'assainissement des excès passés. L'ensemble des arguments que nous avons évoqués ne permet cependant en rien d'étayer l'idée d'une généralisation proche des opérations transfrontalières dans la banque de détail, mais suggère au contraire de raisonner au cas par cas selon les spécificités des établissements et les opportunités qui se présenteront à eux.

On soulignera néanmoins la grande cyclicité des opérations de F&A et des modalités de leur analyse, ainsi que l'avantage financier et stratégique incontestable et auto-renforçant des établissements qui ont réussi à gérer les inefficiences liées à leur grande taille. Indépendamment des contraintes persistantes à la consolidation bancaire européenne, la course à la taille reste donc d'une grande actualité.

NOTES

1. Les dérivés du taux de change E/\$ impactent évidemment assez substantiellement la puissance financière internationale de ces établissements.
2. En Europe, seuls UBS et Royal Bank of Scotland, hors zone euro donc, excèdent significativement ce seuil.
3. Mesurées par le résultat 2003, les « Big 5 » américaines étaient Citigroup, Bank of America (incluant Fleet Boston), JP Morgan Chase (incluant Bank One), Wachovia et Wells Fargo, les « Big 5 » anglaises HSBC, Lloyds TSB, Barclays, HBOS et RBOS et les « Big 5 » de la zone euro ING, BNP Paribas, ABN Amro, SCH et la Société Générale.
4. Cette incertitude concerne autant la compétitivité future de l'institution dans son nouveau marché (structure de production et de distribution) que le niveau de la demande potentielle.
5. Berger, De Young, Genay et Udell, (2000).

BIBLIOGRAPHIE

- ABRAHAM J.P et VAN DIJCKE P. (2002), « European Financial Cross-Border Consolidation: At the crossroads in Europe? By exception, evolution or revolution? », *SUERF Studies* n° 22.
- BEITEL P. et SCHIERECK D. (2001), « Value Creation and the Ongoing Consolidation of the European Banking Market », Working paper n° 05/01, *Institute for Mergers and Acquisitions*, University of Witten/Herdecke.
- BERGER A.N., DE YOUNG R., GENAY H. et UDELL G.F. (1999), « Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance », *Federal Reserve Bank of Chicago*, Working Papers Series 99-25.
- BERGER A.N., DE YOUNG R. et UDELL G.F. (2000), « Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services », *European financial Management*, n° 6.
- BERGER A.N., DAI Q., ONGEMA S. et SMITH D. (2001), « To what extent will the banking industry be globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations », *Board Governors of Federal Reserve*.
- BIS (Bank for International Settlements) (2001), « Report on Consolidation in the Financial Sector », *Group of Ten*, January.
- BOOT A. (2003), « Restructuring in the Banking with Implications for Europe », *EIB Papers*, volume 8, Issue 1.
- BOOT A., MILBOURN T. et THAKOR A. (2002), « Evolution of Organizational Scale and Scope: Does It Ever Pay to Get Bigger and Less Focused? », Working paper, *University of Amsterdam*.
- BUCH C.M. et DE LONG G.L. (2001), « Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal? », *Kiel Working Paper* n° 1070.
- CARLETTI E., HARTMANN P. et SPAGNOLO G. (2002), « Implications of the bank merger wave for competition and stability, in Risk measurement and systemic risk », *Committee on the Global Financial System (BRJ)*, Octobre.
- CONTAMIN R. (2003), « La robustesse des systèmes bancaires : fondements, interrogations », *Revue d'économie financière*, n° 72.
- CONTAMIN R. et MELONE H.P. (2002), « Les fusions et acquisitions bancaires en Europe : un enjeu de taille », *Flash Eco*, n° 2002-15, Crédit Agricole SA.
- CYBO-OTTONE A., MURGIA M. (2000), « Mergers and Shareholder Wealth in European Banking », *Journal of Banking and Finance*, volume 24.
- DE FELICE G., et REVOLTELLA D. (2003), « Towards a multinational bank? European banks' growth strategies », *Banque & Marchés* n° 62.



- DE LONG G.L. (2001), « Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers » *Journal of Financial Economics*, 59 (2), pp 221-252.
- DE YOUNG R. et ROLAND K.P. (2001), « Product mix and earnings volatility at Commercial Banks: Evidence from a degree of total Leverage Model », *Journal of financial intermediation* 10, 54-84.
- ECB (European Central Bank) (2000), « Mergers and Acquisitions involved in the EU banking industry. Facts and Implications », ECB Working Paper Series, December.
- FLANNERY M. (1999), « Comment on Milbourn, Boot and Thakor », *Journal of Banking and Finance*, volume 23, 215-220.
- FOCARELLI D., PANETTA F. et SALLES C. (2002) : « Why do banks merge? », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 34, 4.
- MERCER OLIVER WYMAN (2004), « Cross-border mergers in retail banking. Keeping your options open », June.
- MC KINSEY et COMPANY (2003), « Cross-Borders M&A in Banking: Are You Ready for the Next Wave Across Europe? ». *Working Paper*, September.
- SAMOYK K. (2004), « Future of Banking Study - The Evolving Role of Commercial Banks in US Credit Markets », FDIC, Draft FOB-2004-01.1.
- SG EQUITY RESEARCH (2004), « Risks of a European movida? », September.
- STIROH K.J. (2002), « Diversification in banking, is Noninterest income the answer? », mimeo.
- VENNET R.V. (2002), « Cross-border mergers in European banking and bank efficiency », Universiteit Gent *Working Paper*, 152, septembre.

